

今日の企業統治の諸問題（下）

——企業形態論からの接近——

増 地 昭 男

5 機関投資家の経営能力

5.1 問題の背景

20世紀の終り近く、高齢化社会の到来によって、高齢者の生活保障のための年金制度の問題は、先進諸国共通の課題となっている。結局は、年金原資を現在の労働人口（とその雇い主と）が負担する賦課方式と過去の在職時に資金の積み立てを行う積立方式との二大別しかない。さらに、積立方式を取るとすると、積立てを国家一本の全国的年金基金で行うか、個別年金基金（一企業または一産業の被用者を対象として組織する年金）で行うか、の選択がある。

国家一本の年金は、それが単一の資金供給者としてあまりにも巨大であるために、運用に政治問題を起こしやすく、かつ親方日の丸的な資金供給によって産業を甘やかしやすい。とくにアメリカでは、国民の経済生活に対する政府の役割の増加には嫌悪感が強い。巨額の年金基金を政府が運用するのは、政府権力の巨大化を意味し、アメリカ国民には受け入れられそうにない。さらに年金の積立ては、その資金額が国民経済の規模から見てきわめて巨額であるために、その資金の運用の相手方となる受け皿問題が生ずる。

個別年金基金制度にしても、その巨大さゆえに、企業活動に新しい問題を投げ掛ける。年金基金はどんな経路を経ても、結局、機関投資家（institutional investor）の形で産業資金の供給者となる。産業資金供給は自己資本（株式）と他人資本（融資と社債）とがあるが、株式の形で供給すると機関投資家は株主となる。これまでいわれていたことは、機関投資家といえども投資家であって、投資家である以上は投資先企業の成績が不振に向かったとき、経営者を更迭するなどといった方法で企業指導に介入し、企業の業績をばん回するようなことはしない。そんなめんどろなことをするよりも、株価の下落が始まって、損が大きくなならないうちに、持株を売却してその企業から手を引いてしまう、といわれていた。この常識が成り立たなくなる。

本章では、年金基金の成長が、基金の運用先である企業に対して、引き起こす諸問題を、とくに、個別の企業年金基金の発達が著しいアメリカについて見てゆく。社会保障として年金制度がとられるならば、しかも個別年金基金制度をある部分まで採用する国では、アメリカと同じ問題が生じ、またそうでなくても、資本輸入を自由化する国では、アメリカの巨大年金基金がその国

の企業に問題を引き起こすであろう。

機関投資家の勢力増大は20世紀半ばごろから、アメリカ経済で公開企業（＝上場会社）の大株主として注目をひいていたが、最近では年金制度の拡充にともない、機関投資家としての年金基金の成長が著しく、大企業の大株主としてきわめて大きな勢力に肥大化しており、企業の支配（最近の用語では「企業統治」）に強大な影響を及ぼしている。大口の年金が独立の基金を組織して機関投資家となるほか、小規模な企業年金または産業年金は投資信託を利用するので、投資信託もまた機関投資家として大成長が見込まれる^{（注1）}。銀行の信託部門・信託会社・投資顧問会社も年金運用に参加する。

企業年金または産業年金は強制保険の制度で、とくに雇い主の設ける年金制度は企業の対労働者福利であって、これに対しては自己責任の立場からの批判がある。しかし、自己責任を貫徹したとしても、人の寿命が予測できない以上は、年金制度のかわりが必要で、それは労働者が任意に加入する年金保険制度しかない。そうなれば高齢化社会では、生命保険会社の年金保険が勢力を伸ばしてくるわけで、生命保険会社もまた機関投資家の一つである。各種の機関投資家が成長する一方で、実際にはアメリカでは個人の貯蓄率が漸減しており、したがって株式市場において個人株主（多くは中小株主）のウェイトも漸減しているというから、機関投資家のウェイトはさらに高まる。

すでにわが国でも、大企業へのアメリカの機関投資家の持株が漸増して、株主総会を通じた発言にも、また株価への影響にも、軽視できないものがある。さらに、現在でこそ不況下にある日本の大企業は、ほとんど新株発行を行っていないが、経済の回復とともに、これが再開されることになれば（いつの日にかは再開されるに違いないが）、新株引受側のアメリカ機関投資家の動向がこの形の資本調達を大きく左右するであろう。新株発行の中断の間に、金融市場の国際化・自由化の進行で、過去の国家統制的な証券発行市場が変質しており、アメリカ機関投資家の活動が強まるに違いない。

後述するように、機関投資家は株主であるにもかかわらず、もともと投資株主であるから、持株に高値が出て値崩れの危険が無ければ、持株を売り放つ。これはM&A（株式買い占めによる吸収合併・子会社化）に好都合である。とくに、公開買い付けによるM&Aでは、買収側にとって少数の機関投資家からの持株買い集めは容易であり、投資家にとって売り応じて値崩れの心配がなく、双方に利益がある。また、中小株主の退潮と少数の大株主、しかも専門家の運用による株式の売買は、証券取引の変化を通じて、証券市場にも変容を引き起こし、企業の証券発行に影響する。要するに、このような機関投資家の強大化は、アメリカから始まって、先進各国の企業に変化を迫るものである。

（注1）日本では、投資信託の財産の名義は信託銀行（銀行を兼営する信託会社）または銀行の信託部門に限られるが、アメリカでは独立の投資信託会社がある。

機関投資家とくに年金基金の高成長が、経済社会全体および個別企業にどんな影響を及ぼすかについて、早くから洞察し、これを論じたのは、とくに日本で著名なアメリカの経営学者、ドラッカー（Peter F. Drucker, 1909～）の著書「見えざる革命」（“*The Unseen Revolution.*” 新版は“*The Pension Fund Revolution.*”と改題）である^{(注2)(注3)(注4)(注5)}。以下しばらく同書にしたがって、問題を概観しよう。

かれによれば、旧版執筆の1970年代半ばにおいてさえ、「アメリカの民間企業の被用者は、年金基金を通じて、その（アメリカ民間企業の）自己資本の少なくとも25%を保有し、この額は、支配に十分な額である。自営業者、公務員、学校教員の年金基金が、さらに10%を保有し、したがってアメリカの労働者は、アメリカ企業（American business）の自己資本の3分の1以上を保有することになる。（中略）世紀の変わり目以前に、その保有額はアメリカ経済の自己資本の3分の2を越え、さらに他人資本の多くの部分——多分40%——となるであろう。」^{(注6)(注7)}

上記をローによって補足すると、アメリカの年金基金の1993年における持株総額1兆5千億ドルで、株式市場の1/3に達する^{(注8)(注9)}。

内訳	民間年金基金	1兆0940億ドル	22.0%
	公務員年金基金	4620	9.3
	年金基金 計	1兆5560	31.3
	ミューチュアル・ファンド	5110	10.3
	保険	2630	5.3

なお、概念的に一個の年金基金の規模を示せば、アメリカ最大の年金基金、全米教職員年金基金（Teachers Insurance and Annuity Association略称TIAA）は、1995年における運用資産1000億ドル超^(注10)、同じく最大級のカリフォルニア州公務員退職年金（California Public Employees' Retirement System略称カルパースCalPERS）は、1992年末の時価資産680億ドル、93年5月には

（注2）（原著旧版）Peter F. Drucker, “*The Unseen Revolution : How Pension Fund Socialism Came to America.*” Harper & Row, Pub, N. Y., 1976.

（注3）〔邦訳旧版〕ドラッカー 佐々木実智男・上田惇生訳「見えざる革命」ダイヤモンド社 1976年]

（注4）（原著新版）Peter F. Drucker, “*The Pension Fund Revolution. : With a New Introduction and Epilogue by the Author.*” Transaction Publishers, New Brunswick, 1996. 加筆の個所は、終章（‘1995 Epilogue’）であり、序文は全部改訂されている。（以下の引用は新版による）

（注5）〔邦訳新版〕ドラッカー 上田惇生訳「見えざる革命」ダイヤモンド社 1996]

（注6）Drucker; op. cit., p.1.

（注7）〔ドラッカー 前掲邦訳 2 ページ]

（注8）Mark J. Roe: “*Strong Managers, Weak Owners. —The Political Roots of American Corporate Finance.*” Princeton Univ. Press, Princeton, N. J., 1994. p.125.

（注9）〔訳書マーク・ロー 北條裕雄・松尾順介監訳「アメリカの企業統治——なぜ経営者は強くなったか」東洋経済新報社 1996 158ページ（なお、訳書のこの部分の金額単位は1億ドルとあるが、正しくは10億ドルで、1けた誤っている。）]

（注10）草野耕一「全米教職員年金基金（TIAA）の提言」旬刊商事法務No.1337（1995.11.15）42ページ

740億ドルと報じられ^(注11)、どちらも1998年11月の為替レートで概略10兆円前後と見てよい。

わが国についても概観すると、全上場会社の株式時価総額は、バブル期の1991年において390兆円、現在（1998年夏）300兆円を割り込んでいる。他方、老人の社会保障給付額は、大約40兆円に近づいている。上場会社の発行株式の内、持ち合い株式の割合を内輪に見て1／2程度だとして、社会保障給付額の3年分が株式投資に回ると、残りの1／2、すなわち、市場に出回る株式を全部買うことになる。

さてアメリカで、これほどの巨額資金をどのように運用するか。年金の常識として安全性をとるとすれば、確定利付きの債券（社債または公債）に運用することになるが、社債を発行する企業（または国公債を発行する財政）からすれば、投資家の需要に応じて、債券を発行すれば、企業も財政も巨額の負債漬けを甘受しなければならない。つまり借入資金の需要量は、貸付資金の供給量に遠く及ばない^(注12)。また、年金加入者の雇い主である個別企業に投資すること、つまり集团的従業員持株制、も健全ではない。従業員の移動を阻害する上、企業の不況が従業員の雇用不安と持株の株価下落とを同時に引き起こすため、危険分散が図れないからである。

今までのわが国のように長期雇用を建前とするところでは、従業員が若年で就職してから、引退後、一生を終えるまで、一企業が安定した資金運用先となるほど好調を続けることは考えられず、かならず浮沈があると見なければならない。やはり自社の株式は年金の運用先として適当ではない。

今日では問題にならないが、1970年代まではインフレーションの進行で、積立て年金の目減りにも対処しなければならなかった。年金がその資金で直接に企業を設立し自営して、資金の利殖を図らない以上は、年金給付の安定性から見ても、運用成績から見ても、一般株式投資に向かわざるをえない。かかる年金積立資金の存在が、投資相手の企業活動にどのような影響を与えるか。

機関投資家の勢力が小さい間は、それ以外の投資家と同じで、ただ組織的調査・分析力を活用して資金運用の機敏さ・確実さを志すものであった。つまり、有望な株式を買って持株に組み入れ、見込み不良の持株を売却して、つねにその持株内容（ポートフォリオ portfolio）を改善し、株価の値上がり益と配当などの利益分配との合計額で運用成績を上げようという点に变りはなく、その運用の精緻さだけが群小投資家と異なっていた。すなわち、優良な持株であっても、投資先企業の精密な財務分析を基礎として、独自の、悪くいえば理論倒れの、相場観をもち、割高と見れば容赦なく売りに出た。

ところが、機関投資家があまりにも巨大化すると、ある程度分散投資を行ったとしても、一会社の発行株式の数%を保有しなければならない事態が生ずる。年金基金合計では40%を越える

（注11）旬刊商事法務No.1321（1993.5.25）32ページ 記事「コーポレート・ガバナンスの検討に本腰を入れ始めた経済界」

（注12）わが国では第二次世界大戦以来、企業の自己資本（出資＝株主資本）に比して他人資本（負債）が多い。しかしこれは、いわゆる1940年体制における資本供給方式の遺産であって、資本主義経済の普通の状態ではない。

こともあるという^{(注13)(注14)(注15)(注16)(注17)(注18)}。こうなると、機関投資家が投資先企業を見放して、持株を売却しようとする、株数が多過ぎるため、たちまち株価が下落し、機関投資家は損失をこうむる。したがっていったん購入した持株は、大損を覚悟しないかぎり、売れないということになる。この限界は以前から多くの投資家に周知のことで、投資家が安全に投資家として止まりうる限度は、おおむね発行株数の5%程度という経験則が、このばあいも例外ではない。

ここに至って、機関投資家は投資株主であることをやめて、事業株主的行動を取らなければならなくなった。つまり、株式の運用実績が悪く、投資先会社の企業活動に不満であるとき、持株を売り払って投資先会社と絶縁を図るのは、投資家的行動である。これが不可能となれば、企業活動の指導に発言・介入し、ときには不適任と判断する経営者を交代させてでも、企業業績を向上させ、持株の収益を改善させなければならない。これは事業株主的行動である^{(注19)(注20)}。

20世紀半ばまでに、アメリカでは、巨大株式会社においては、事業家たる株主が次第に減少し、株主の持株はすべて小口であり^(注21)、株主は株価と業績に応じて株式の売買を行う投資株主または投機株主のみで、会社の企業指導は経営者に一任していた。したがって、経営者の人選が経営者自身にゆだねられた自己持続的機関（self-perpetuating body）となり^{(注22)(注23)}、その任免に介入するものではなく、経営者の失敗、ないし経営者の人選の失敗は、おおむね経営者ぐるみで企業の衰退・消滅をもたらすものであった。このような株主行動が出資と支配の分離（資本と経営の分離ともいう）を成立させ、大企業の経営者支配を出現させていた。

わが国では、同一会社集団内の株式持ち合いが普遍的で、同系会社の持株は一社あたり数%ずつ、集団内の全会社合計で過半数にはなるが、この持株は積極的な支配には用いられず、集団外からの乗っ取りに対抗することを狙ったもののようである。したがって、一社ずつ見れば、各社

(注13) Drucker : op. cit., p.211. もともと、アメリカの法律で企業年金基金の持株は一社の発行株式の5%に制限されているという。産業別年金基金と公務員等の非営利組織体被用者の年金基金とについて、制限の有無はわからない。

(注14) [ドラッカー 前掲邦訳 271ページ]

(注15) 投資信託の一種であるミューチュアル・ファンドにも同様の規制があるという。M. Roe : op. cit., p.267.

(注16) [ロー 前掲邦訳 342ページ]

(注17) ローによれば、GM企業年金基金の設立当初は一会社の発行株式の0.75%を上限としたという。これは株式売却の困難を避けるとともに、全米自動車労働組合UAWの間接支配を排除する意味があったという。M. Roe : op. cit., pp. 129~130.

(注18) [ロー 前掲邦訳 162~163ページ]

(注19) ただし、事業株主となっても投資家的行動は残っている。株式の公開買い付け（tender offerまたはtake-over bid）など値崩れのおそれのない、相場観に比べて高値での売却の好機会があれば、それは逃さない。Drucker: op. cit., p.213.

(注20) [ドラッカー 前掲邦訳 260ページ]

(注21) 多数の中小投資家の資産の出資で大会社の資本をまかなう、いわゆる大衆資本主義。

(注22) (前出——(上) 本誌前号32ページ) 自己持続的機関とは、バーリー・ミーンズの用語。経営者(団)が他からの干渉なしに、みずからの意思決定でその進退および後継者の選任を行っていること。

Adolf A. Berle Jr. & Gardner C. Means : "The Modern Corporation and Private Property," The MacMillan Co., N. Y., N. Y., 1932. p.87.

(注23) 同邦訳 バーリー・ミーンズ著 北島忠男訳「近代株式会社と私有財産」文雅堂書店 1958年109ページ 本訳書では「自己永存体」と訳されている。

が経営者支配下にある点は同様である。

大株主の後退、経営者支配の成立というこれまでの流れに対して、巨大機関投資家の出現は、現象的には事業株主の復活であり、大株主支配の再現である。機関投資家の事業株主的行動によって、これまでの会社支配論は企業統治（コーポレート・ガバナンス corporate governance）論と、名を変えて再登場した。企業支配という用語に代わって、企業統治という用語が出現したのは、機関投資家の手に支配力を保持する、すなわち企業の活動を機関投資家の指導下に置くという志向の表れである。

さて、機関投資家の統治（＝統治）は企業になにをもたらすか、換言すれば大株主たる機関投資家は、間接的にせよ企業活動を健全に指導することが可能だろうか。

5.2 機関投資家の組織

20世紀前葉、経営者支配が進行したとき、これが企業行動になにをもたらすかが論じられた。バーリー・ミーンズによってそれを概観すると、考えられる方向は三つある。第一は、伝統にしたがって、会社が株主の利益に忠実に運営される道で、企業の経営者は、活動しない、責任をもたない株主の利益だけを代表する受託者となる。第二は、企業の支配者（＝経営者）に絶対的な、無制限の、責任をとらなわなない権力を与える道で、企業の富を支配者の利益のために利用することをも許すものである。第三の道は、企業が株主または経営者だけでなく、全社会のために奉仕することである（注24）（注25）。

個人大株主の後退ののち数十年を経て、機関投資家が大株主に復帰し、株主による企業統治（企業支配）を再開することは、第一の道の復活を意味するであろうか。また、第一の道の中でも、個人の事業株主との違いはどこにあるだろうか。これについて、筆者が考える問題点は三つある。第一はその正当性であり、第二はその効率性であり、第三は組織としての機関投資家の企業活動の指導能力である。これらの前提となる事実として、以下の機関投資家の組織構造がある。

企業年金、とくに確定給付型年金にあっては、年金給付が労使間の協約で定められた雇い主（企業などの）の義務である。年金掛け金は雇い主の負担（ときに従業員も一部負担）であるけれども、年金資産そのものは、すくなくとも理論上は、その受益者（加入者＝被用者＝従業員と受給者＝元被用者＝元従業員）集団のものはずである。ローによれば、年金資金の運用は個別企業年金であれば、雇い主である企業にゆだねられることが多い（注26）（注27）（注28）（注29）。そのばあい、

（注24） Berle & Means : op. cit., Bk.4, "Reorientation of Enterprise" Ch.4 "The New Concept of the Corporation"

（注25） [バーリー・ミーンズ 前掲邦訳 第4篇「企業の改組」第4章「株式会社の新概念」]

（注26） Roe, : op. cit., pp.134.

（注27） [ロー 前掲邦訳 166～167ページ]

（注28） ドラッカーによれば、企業年金の資金運用が、雇い主である企業でなく、独立の年金基金が行うことが多いように書いている。Drucker; op. cit. p.91.

（注29） [ドラッカー 前掲邦訳 105ページ]

資金運用者は雇い主である企業の経営者の部下であり、企業の業務組織の一部である。そうでなければ、年金資金の運用は、年金基金それ自身の組織か、または銀行の信託部門または独立の信託会社、または投資顧問会社が当ることになるが、受託者（＝投資委託先）の選定は雇い主（または年金基金）が行うのだから、雇い主の（直接にまたは年金基金を経由して）圧力は避けられない^{（注30）（注31）}。なお理論的には、年金受益者の別の面を代表する労働組合が、受益者集団に代わって年金基金を管理することも可能であるが、現在アメリカでは、E R I S A法（被用者退職所得保障法Employees Retirement Income Security Act）によって、年金基金を労働組合が単独管理することは禁じられているという^{（注32）（注33）}。

ここで、確定（定額）給付（defined benefit）型年金のばあい、資金の運用成績が高いほど雇い主が拠出する掛け金が安くなるから、雇い主に運用成績をあげるインセンティブがある。掛け金負担は従業員の雇用にともなう永続的なものである。従業員数ないし支払い賃金総額に大きな変動がないかぎり、資金運用の一時期の好成績で掛け金負担が少なくなっても、長期的な不成績で後日の負担が多くなるようなことがあっては、雇い主にとってなんの利益にもならない。したがってここでいう運用成績は、長期の成績であるはずであるが、実際に長期の成績が雇い主に評価できるかどうかは疑わしく、実際には雇い主は、短期の成績すなわち、短期の掛け金額の削減に過度に拘泥する危険が多いという^{（注34）（注35）}。この種の年金では、受益者には運用成績への利害関係はない。

反対に、確定拠出（defined contribution）型年金では、拠出額（＝負担額）は固定していて、運用成績が良いと年金給付額が高くなる。受益者の加入期間、受給期間はいずれも十数年以上、合計すれば平均30年程度となるはずだから、かれらは長期の運用成績に利害関係がある^{（注36）}。ただし、受益者のうち加入者にとって、年金額の高低は将来の問題であって、利害関係に気づくかどうか、関心をもつかどうか、運用成績を判断する能力があるかどうか、その結果が圧力となるかどうか、はわからない。直接の利害をもつ受給者は、組織をもたないから、関心があっても、圧力は大きくならない。雇い主側は、従業員福祉の観点からの一般的関心はあっても、普通、積極的な直接の利害はない。

ドラッカー（1996）によれば、定額給付型年金は不適切な短期のゲインを追求してきたため、運

（注30） このため企業年金基金の株式投資には、独占禁止法の絡みが出てくる。企業年金基金を運用する企業が年金の持株を利用して、投資先企業の活動に介入することがあるからである。公務員年金基金には、この問題が出ない。公務員の雇い主である官庁などは独禁法の適用外だからである。このため、企業統治に対して、公務員年金基金は積極的であり、企業年金基金は控えめであるという。Roe: op. cit., p.126. ff

（注31） [ロー 前掲邦訳 158ページ以下]

（注32） E R I S A法で労働組合単独での年金管理を禁止したのも、労働組合の会社支配を恐れてのことである。Roe: op. cit., p.127～133.

（注33） [ロー 前掲邦訳 160～164ページ]

（注34） Drucker: op. cit., pp.215～216.

（注35） [ドラッカー 前掲邦訳 263～264ページ]

（注36） アメリカでは、退職時の一時金支給と年金給付とを受給者が選択でき、かつかなりの受給者は一時金を選択するというが、詳しい実態は明らかでない。（日本経済新聞1998.8.27. 朝刊20ページ「大機小機」欄）一時金を受け取った者は受益者でなくなるから、その先は利害関係がない。

用成績が悪い。(中略) 現在アメリカでは定額拠出型年金はわき役を勤め (playing second fiddle = 第2バイオリンを弾く) ており、公務員年金基金は確定拠出型であるし、それらが最大級の年金の多数を占めつつあるという^{(注37)(注38)}。しかし、確定拠出型年金では、雇い主たる企業が資金の運用にかかわるとすると、雇い主には運用成績向上へのインセンティブがないことに問題が残ろう。

以上述べたように、年金の実際の資金運用者が企業内基金、独立の基金、信託業、投資顧問業、投資信託業、生命保険業など、どんな組織が担当しても、年金基金にはその資金を実際に運用するファンド・マネジャーが必要である。ファンド・マネジャーは、上記の機関投資家に雇用された従業員＝サラリーマンであり、組織上層部によって任免され、その上司から資金運用成績による考課を受け、(アメリカの通例によれば) 考課にしたがった報酬を受ける。

ところが機関投資家が巨大化し、投資株主に留まることができなくなって、事業株主化すると、新しい業務が現れる。まず、投資先会社の活動が満足できないとき、その原因がどこにあるかを特定することが、業務として必要になる。この業務は、ファンド・マネジャーの業務の延長と考えて、ファンド・マネジャーに担当させてもよいかもしれない。

続いて、投資先企業の不振が経営者の責任であると判断したときには、経営者と交渉し、これを改めさせること、改善が不可能と判断したときには、経営者を解任 (罷免または再任の拒否) すること、解任の後、後任者を決定すること、これらの活動が必要となり、その担当者が必要になる。一個の年金基金の持株は数%だから、通常この活動は、その会社の大株主である他の機関投資家との連携・連合によらなければ、達成できない。複数の機関投資家の判断・行動が一致するとは限らないから、他の機関投資家との折衝・連携もその者の業務となる。

さらにアメリカでは、しばしば大株主が取締役となるから、年金基金を代表した取締役として投資先会社に派遣される者が必要になる。このばあい、一機関投資家から派遣されることもあるし、複数の機関投資家が連合して1人の取締役を送り込むかもしれない。また、同僚の中に他の機関投資家から派遣された取締役がいるはずである。この者を以下では派遣代表と呼んでおこう。派遣代表は資金の委託者たる年金基金組織そのものに雇用された従業員＝サラリーマンでもありうるし、年金基金の資金運用の受託者 (信託業、投資顧問業、投資信託業、生命保険業など) に雇用された従業員でもありうるが、どちらにしても組織の上層部の決定により、おそらく定められた複数の会社を担当する。所属組織の秩序の中で成績の考課に服し、報酬を受ける。ただし、今のところ、年金基金の委託者も受託者も持株会社ではないから、投資先会社に直接、経営者を派遣することは、多分ないであろう。

(注37) Drucker : op.cit., pp.216~217.なお、原文では “....., and they constitute the majority of the biggest funds.” とあって、このtheyがなにを指すか。可能性があるのは、「公務員年金基金 (public-employee funds)」と「確定拠出型年金 (defined-contribution plans)」の2つがあって、二様の解釈が可能である。訳書では前者と解釈しているが、筆者は後者と考えたい。次のセンテンスのtheyは、問題なく「公務員年金基金」なので、訳書はそれに影響されているかもしれない。

(注38) [前掲邦訳 264~265ページ]

ファンド・マネジャーが派遣代表を全面的に兼ねるかどうかはわからない。少なくとも不振企業の改善策の策定は、企業とその周囲の状況に精通した派遣代表と、財務分析の専門家であるファンド・マネジャーとの、共同作業となる。派遣代表とファンド・マネジャーとはかなり違ったパーソナリティーを必要とするし、他の機関投資家との折衝や、さらに取締役としての業務に必要な時間を考えると、兼務は困難かもしれない。ところが両者が別人だと、ファンド・マネジャーが選んで株を買った会社に派遣代表が派遣されるわけであるが、他人であるファンド・マネジャーの選定の結果で、不本意な会社の取締役に就任しなければならない。

上記のような影響力の下で活動する機関投資家は、企業統治を行うことができるであろうか、これを、正当性、効率性、指導能力、という3つの観点から見ることができる。

まず第一の正当性とは次のことをいう。事業株主が消滅した後は企業の経営者がサラリーマンであると同時に、機関投資家の経営者・従業員ともにサラリーマンである。両者とも他人の資産の受託者、他人のカネの運用者であるのに、統治者として一方（機関投資家側）が他方（投資先企業の経営者）に君臨する正当性（legitimacy）の根拠はなんであろうか。換言すれば、直接の信託関係（trusteeship）と間接の信託関係との決定的な相違はなんであろうか、これが問題である。次の効率性とは次のことをいう。機関投資家の組織は理事会または／および取締役会、さらに経営者と従業員からなり、投資先企業の組織も取締役会、経営者および従業員からなる^{(注39)(注40)}。このような二重構造（ないしは三重構造）は、効率的か、意味があるのか、という疑問がある。ただし、二重構造が非効率だから、改めようということになれば、個人が貯蓄をし、直接株式投資を行うことしかない。

最後に、第三の指導能力とは以下のことをいう。前述したように機関投資家が大株主となったことにより、株式の売却が困難になり、投資先企業の失敗から起こる損失を避けるには、投資先企業の活動への介入が不可避になった。ただし、不幸にも不可避ということと、介入の能力があることとは同じでない。企業統治に当たる機関投資家はどれだけ、企業活動の指導の能力をもつべきか、またもちうるか、この第三について以下で詳しく論じよう。

すでに、機関投資家は投資家であるうちに、企業の支配をめぐる争いに参加していた。ドラッカーによれば、アメリカで盛行している企業のM&A（Merger and Acquisition）において、機関投資家はM&Aに疑念を持ちつつ、利用されていた。つまり買収側から見れば、多数の大衆株主から株

（注39）取締役会（Board of Directors）と経営者・経営陣（肩書きとしては執行役員 Officer）の重層組織は筆者の見るところ、アメリカの建前論である。というのは、過去には取締役会を主導する取締役会長（Chairman of the Board of Directors、現在ではChairpersonといい方がいいのかもしれないが、当時のことば）と経営陣を統括する社長（President）とが、機能を分担することが、取締役会と経営者の機能分担の証しであった。1970年代のごく短期間に、簡単に見捨てられて、両者の役割が新しく現れたCEO（Chief Executive Officer）に統合されたところを見ると、アメリカ人のいう取締役会と経営者の機能分担は、そのままでは信じられない。もっとも、機関投資家は建前論を押し通す方向にあるようである。Roe: op. cit., p.224.

（注40）[ロー 前掲邦訳 286ページ]

式を買い集めることは、時間と資金の点から不可能で、少数の機関投資家＝大株主から買収してこそ可能となる。また、機関投資家から見れば、M&Aを嫌悪しつつも、M&Aにおいてこそ高値で持株を換金することができた。その結果はどうか。まず、旧従業員は容赦なくリストラされ、組織は解体される。そしてM&Aの数年後、旧体制に比較して業績が改善された企業はほとんどない。つぎに、高値で株式を売り抜けたはずの機関投資家も期待ほどの利益を上げていない。M&Aでは、株式の代金を全額現金で受け取れるのではなく、代金のかなりの部分が広い意味での債権になり、その債権は結局他の機関投資家に売却して換金するほかない。ドラッカーが代表的だとして挙げる例では、株価が40ドルなのに、M&Aでは株式を60ドルで買収する（年金基金側が売却する）。ところが、代金1株当り60ドル中の25ドルは現金ではなく、広い意味での債権、しかも信用度の疑わしい無担保の債権やジャンク・ボンド（ボロ社債）で受け取る。この種の債権を有利に換金するのは容易でないし、債権買取先も機関投資家しかない、という^{(注41)(注42)(注43)(注44)}。

上記に筆者の考えを付け加えれば、まず、M&AにはMBO（Management Buy-Out）を含むとしたほうが良い。MBOでは経営者が公開株式を買い取るのであるから、その後は、株式の市場性がなくなるか、少なくなる。したがって、投資家としてはMBOに際して持株を持続するのは不利であって、手放した方が良い。

つぎに、M&Aの後、対象企業の業績がよくなければ、乗っ取り＝買収側にとって買収によって得る利益は少なく、したがって、買収側に対する機関投資家の債権は、回収できなくなる危険が大きい。もっともドラッカーは、これら債権のうちどれだけが、最終的に回収不能＝償還不能（デフォルト default）に陥ったかは、書いていない。株式の売却によって、機関投資家はその決算期に売買益を計上できるし、債権は貸借対照表上の資産に掲載できる。しかし上記のドラッカーの記述が正しいとすれば、利益と称されたものが、絵に描いた餅で、後日、転売も償還も難しい不良債権に化けることになる。優れた調査分析能力を持つはずの機関投資家が、なぜそんな失敗をするのか、理解できないけれども。

個々の機関投資家について見れば、株式売却によって得た債権は転売すれば現金化しうるけれども、一つの機関投資家が売った債権は、他の機関投資家が買うのだから、機関投資家全体について見れば、最終的に償還不能が生ずるか否かが問題である。さらに償還資金はいったんどこかの機関投資家が負担するわけで、その後、最終的に機関投資家が負担した償還資金の回収を保障するものはM&A対象企業の利益でしかない。もしM&Aの後、M&A対象企業の業績がよくなければ、M&Aにさいしてどこかの機関投資家の持株に高値がついても、そこで得た利益は

(注41) Drucker : op. cit., pp.213～214.

(注42) [ドラッカー 前掲邦訳 260～262ページ]

(注43) 有利な売却の機会があるのにそれを利用しないと、年金基金運用者が年金受益者に対して忠実義務違反になるかもしれない。しかし、全額現金でなく、回収に危惧のある後払いで売り応ずる義務はないだろう。(Roe: op.cit., p.137.)

(注44) [ロー 前掲邦訳 169ページ]

別のどこかで、だれか機関投資家の損失となっていなければならない。

以上は、機関投資家が大株主とはなったものの、まだ投資株主に止まっている段階で、生じていた問題である。さらに進んで、事業株主となった機関投資家には、以下のような難問が待っている。すなわち、事業株主は、企業を主導しなければならない。まず、過去現在の優れた事業家は、自主的な事業家的判断と意思決定で名をなした。事業家的意思決定の基礎には、十分な事業の知識とその上に立つ構想力が存在し、かつある程度長い期間にわたって、少なくとも自己の財産の大部分と人生の一時期の全精力をつぎ込む決断がともなった。次に、財産を広範な事業に投資して危険分散を図るようなことはなく、事業の多角化は行うにしても、少数の企業に集中投資していた。最後に、他人と共同事業を行うばあい、それは自分が積極的に選んだ気心の知れた少数者だった。

複数の投資先企業の掛け持ちをする機関投資家組織の経営者、従業員（どちらもサラリーマン）に、これが可能だろうか。事業家的な心構えを持つことは、あるいは可能かもしれない。しかし、心構えでなく立場の問題として論ずるならば、どうであろうか。ファンド・マネジャーや派遣代表は、上司（最終的には機関投資家の経営者）の指揮下に、自分の財産を賭けることもなく、ただ毎年の成績で評価され、報酬を受けて、いくつかの産業、いくつもの企業を掛け持ちして担当する^{（注45）}。かれらが事業家を代替することが可能であろうか。年金基金の運用から実際の企業の指導にいたる指揮命令の連鎖は長く、そのうちのどこか一カ所でも短期的な資金運用成績による計画指導統制が行われれば、企業の長期的な存続繁栄は後回しになる。かといって、サラリーマンの活動成績を一貫して長期で評定することは容易でない。評定者自身もまたおおむねサラリーマンである。

また、一機関投資家の一会社への投資は過半数持株にはならないから、企業指導に介入するには他の大株主たる機関投資家と連合しなければならない。連合の相手は、たまたま同一会社の大株主となった機関投資家の中から選ばなければならず、それは偶然の共同でしかなく、長期に安定した協同関係を樹立するのは難しい。

5.3 機関投資家の企業指導能力

年金基金をはじめとする機関投資家が事業株主化したとき、実際に投資先企業を指導する者は、機関投資家の従業員である。彼らはその能力をもちうるか。問題点の第一は、経営者選択の能力の専門性であり、第二は短期業績と長期業績との対立である。経営能力は業務遂行能力でないから、機関投資家のファンド・マネジャーや派遣代表が、企業活動の専門的知識を持たないのはとうぜん、本来持たなくても良いという見解もある。たとえば、下記の意見である。

『（問い）——（社外取締役の）独立性が高くても、社外出身者では事業に詳しくなく、的確な意思決定が難しいのでは。』

（注45）最近、カルパースは社外取締役の報酬を企業の長期業績にリンクさせる、といっている。『旬刊商事法務』No.1321（1993. 5. 25）33ページ。

（答え）——取締役は事業に詳しくないのは当然で、その必要もありません。大事なのは、経営がうまく行っているかを察知し、場合によってはマネジメントメンバーの入れ替えを実行することです。何かまずいことが起きているかどうかは、業績や株価パフォーマンスを見れば一目瞭然で、容易な作業です。自動車やテレビのつくり方を熟知しても意味はありません。』^{〔注46〕}

機関投資家側（実際の担当者は、年金基金のファンド・マネジャーまたは派遣代表）が、事業の専門的知識に深入りできないことは理解できる。人間の知識経験に限りがある以上、1人の人間が、広範囲の業種にわたるいくつもの企業の詳しい業務知識に、すべて精通することができるわけではない。ところが、企業の業務知識に詳しいことと業績や株価パフォーマンスだけで経営の良否を判断する能力をもつことと、この両者の差はきわめて大きい。この両極端または途中のどこが、機関投資家に必要な能力なのであろうか。

上記のことばを文面どおりに受け取って、業績（とくに公表された財務諸表に表示された業績）や株価パフォーマンス（株式市場の時価変動と配当などの社外分配金額で示される）だけで経営の良否を判断し、結果が悪ければ経営者を解任するのが社外取締役の任務だとしたら、上記ミルスタインのことばのとおり、社外取締役の職務はまったく容易なものに違いない。人間（ホモ・サピエンス＝理性ある人）ではもったいない、よく訓練すればサルでも十分にこなせる仕事だろう。ただしそれは悲惨な結果を引き起こすに決まっている。

第一にまず、一時的な業績不振があったとき、経営者の責任であるとして更迭するか、あるいは環境の悪化のためだとして留任させるか。経営者の責任であれば、中間には交渉の段階があるにしても、最終的には更迭が解決策であるし、環境の悪化が原因だとしたら、経営者の更迭は問題の解決にはならず、かえって投資先企業を荒廃させるものとなる。この選択の判断は、経営に関する能力に基づくのか、業務に関する能力に基づくのか。伝統的な投資家であれば、不況に陥った会社の株式は不況に入るまでに売っておくべきであって、持株を持ち続けてこういう事態に陥ること自体をあらかじめ回避すべきである。ところが、持株の売り抜けができない事業株主化した機関投資家にとって、経営者に対する当否の判断が避けられないことが多くなろう。見込みのない産業に固執する経営者は無能であるが、逆に短期的な不振に対していちいち転業で対応する経営者もまた不適任である。

つぎに、経営者を不適任と判断して、企業の業績不振を理由に、機関投資家が多数をしめる取締役会で経営者を解任することはまったく容易に違いない。しかし解任ののち、後任の経営者の

〔注46〕日本経済新聞1998. 5. 3. 朝刊10ページ「アイラ・ミルスタイン（Ira Millstein）氏のインタビュー（カッコ内は筆者の補足）」

同記事中の同氏の紹介によれば、『弁護士——1926年生まれ。コロンビア大卒、51年大手法律事務所ワイル・ゴットシャル・アンド・マンジスに入社。80年代後半には米公的年金に株主の行動原理を吹き込んで精神的支柱となり、92年ゼネラル・モーターズ社のトップ解任劇で中心的役割を演じる。98年4月経済協力開発機構（OECD）で議長役を務め、ガバナンス憲章をまとめる。』とある。

人選をどうするか。経営者の候補者の適格性の中には、候補者の業務知識・能力の有無が含まれるはずで、取締役会がこれを判断して、人選を行わなければならない。経営者候補の知識能力の有無の判定にさいしては、判定者である取締役側が業務知識なしでは済まされない。たとえば、自分自身に知識皆無の科目で、試験の出題・採点はできないのである。後述する経営者の長期的施策の評価については、それが外部の専門機関（コンサルタント会社と会計事務所のコンサルタント部門）の業務となることも期待できる。しかし、経営者候補の評価はどうであろうか。候補者の人選ができず後任が選べないとなると、現経営者の解任は可能ではあっても、無意味とならなければならない。

おそらく、可能な正しい答えはおそらく以上の中間、機関投資家側がある程度の業務知識を基礎に、経営者の企業指導に対する評価力と現経営者および後任候補者の適任性の判断力とをもつことであろう。しかし、さらなる困難もある。機関投資家側の人材はすべてサラリーマンだから、複数のサラリーマンの間で、業務を分業して担当しなければならない。株式を保有しているかなり多数の会社または投資の候補となる会社を比較して、その業績の優劣を比較判定することはどうすれば可能になるか。先にも論じたが、短期的な業績を機械的に比較することは容易である。しかし、各社のおかれた産業の状況を考量しつつ、業績を判定すること、しかも複数担当者間での統一した判定は、どうすればえられるか。上司の監督は必要か、また可能か、これも難問である。

第二は長期的業績の判定である。経営者の在任期間（数年～10年内外）を前提とすると、企業活動において、この間の業績にマイナスで、しかもその後の企業の存続・繁栄のための施策、業績の維持・向上にプラスの施策が必ずある。それはたとえば、市場の開拓、顧客・消費者の評価の維持・向上、ライバル出現の抑制^(注47)、新製品の開発、生産技術の研究開発、回収に長期間を要する設備投資、従業員の人材の確保、長期的勤労意欲の培養、基幹従業員の育成^(注48)である。これらの施策は、明示される支出として表面化するものもあれば、費用の増加、収益の減少の中に隠れていて見えないものもあり、財務諸表分析で捉えられるとは限らない。したがって、企業活動上長期に効果を生む施策などは行わず、在任中の眼前の利だけを追えば、社外取締役の目には有能な経営者と見せ掛けることができる。

機関投資家が短期利益と長期利益との相克を理解しないか、または理解するにしても、その理

(注47) なにか好都合な状況があつて、短期的に大きな利益をあげていると、ビジネス・チャンスとして他企業の注目をひき、ライバルの出現を招き、競争を激化させ、販売価格を下落させて、長期的に利益低下を招くことがある。不完全競争下では、こういうばあいむしろ利益を低く抑えることが、後発企業の進出意欲をくじき、長期の利潤総額ではかえって有利になることがある。この自制行動は、公表財務諸表の上では、収益（売上高）の低下に隠れて顕在化しない。もっともこういう行動は、マクロ経済的には非効率かもしれない。

(注48) 現在の不況下で、日本の企業は、これまでの終身雇用礼賛の態度を一変させるあまり、極端から極端に走って、従業員の育成・確保という長期的な施策の重要性を忘れ、捨て去ろうとしている。しかし、欧米でも、従業員を簡単にレイ・オフできることを重視する反面、有能で勤労意欲の高い従業員の育成・確保も重視されており、従業員の転職率が高いこと、帰属意識が低いことは、一般に経営の失敗の指標となっていることを忘れてはならない。

解を企業指導に活かすメカニズムが確立されていないと、結果は破滅的なものになる。上記のような機関投資家が行使するコーポレート・ガバナンスを前提として、そういう社外取締役がリードする取締役会の監督の下に活動する経営者は、短期の業績や株価を向上させることに専念すればよい。経営者はいずれは必ず引退の時期がくる。その時まで業績がよければ、あるいは逆に、業績がよい間に自発的に退職すれば、現在のアメリカの慣行により、巨額の報酬が受け取れる。せいぜい引退後のストック・オプションの権利行使のときまで、株価が高ければよい。その後に企業の業績が悪化しようとも、原因を特定して前経営者の責任を追及することは難しいから、引退後の危険はまずない。

機関投資家側が業績や株価パフォーマンスだけで経営の良否を判断すれば十分だとしたら、そのような無責任な経営指導を見抜けるかどうか？ 見抜けなければ、持株価格の惨落の危険がありうる。事業株主となった機関投資家の企業へのコミットメントは、経営者の任期よりもはるかに永くなるから、経営者が長期的施策を怠ったら、そのつけは経営者ではなく、株主に回る。無責任経営者の引退のさい、同時に機関投資家の持株も売り逃げることは多分、不可能であろう。もし、無責任の発見または売り逃げのどちらもできないとすれば、経営者の長期的無責任を防ぐ方法は、経営者への報酬をストック・オプションに集中し、その権利行使を引退後10年以上の長期分割と定めることぐらいであろう。こうすれば、在任中の無責任が防げる反面、後任経営者の業績に連帯責任を負わせる結果を伴う。

また無責任経営者でなく、長期的施策を行ったとしても、長期的施策は経営者の意思決定である。意思決定は正しいときも誤っているときもある。見当違いの長期的施策を早期に是正しなければ、長期の後に損失を生む。経営者の誤判断の是正を経営者自身に期待することはできないから、通常それは取締役会の職務となる。業務に無知な取締役会にそれができるだろうか。

企業情報とそれに対する株式市場の評価とが完全であれば、経営者が長期施策を手抜きしてること、あるいは見当違いであることを市場が見抜いて、株価の下落が起こることになり、投資家は株価を指標にしていれば、経営者の長期計画の手抜き・誤りを定量化できることになるが、現実の経済社会でそのような仮定が成立するとは思えない。株式市場が見抜くということは、市場参加者が見抜くということであり、その一員である機関投資家も見抜くということではない。この見抜くことの可能性自身が疑わしいのである。

短期利益と背馳する長期施策をいかに評価するか、ドラッカーは前掲書において、外部専門機関による事業分析（business analysis）ないし事業監査（business audit）を提案している^{（注49）（注50）}。この専門機関は会計事務所またはコンサルタント事務所の一部門でも良いし、この業務を専門におこなう新種の専門事務所でも良い。ただし、外部専門機関による分析・監査はあくまでも企業

（注49）Drucker：op.cit., p.221.

（注50）[ドラッカー 前掲邦訳 271ページ]

行動の把握・公開に止まり、その評価にまでは及びえない。つまり、（経営者が指導する）会社の行動の内容は、外部機関の分析・監査によって知りうる。しかし、会社行動の妥当性を評価することは、それ自身が一つの決断であり、外部に委ねうるものではない。しかも妥当性の評価は、企業環境の知識をはじめとする業務の知識なしに行いうるものではない。

実際に、投資先企業に対する機関投資家の調査・分析能力は優秀で、見落としなどないといわれている。しかし、それを疑わせる、信じられないような珍事も現にわが国で起こっていたのである。すなわち、信頼しうる雑誌の記事によると、

『昨年（1993年）7月に（カルパースCalPERSがその）代表部の設置を強く動機付ける出来事が生じた。カルパースは、日本企業18社に対して、6月の株主総会において反対投票を支持した理由を説明する書状を送付した。これはほとんど黙殺される結果となったが、代表部設置の動機はそのことではなく、（他社が黙殺したなかで、青山商事だけが返信を出した。その）唯一の返信がカルパースの誤解を指摘するものであったことにある。カルパースはAoyama Trading（東証1部上場、紳士服専門店チェーン）を、trading companyと勘違いしたのである。』^(注51)（カッコ内は筆者の補足。）

日本のビジネスマンにとって、青山商事が価格破壊で有名な男性用既製服（スーツ類）の小売店であることは、まったくあたりまえのことで、「商事会社」と誤解するわけではない。カルパースはアメリカ最大級の年金基金で、コーポレート・ガバナンスに熱心なことで知られているにもかかわらず、その投資先に対する調査がこの程度のお粗末さであることには驚かざるをえない。会社の業種、業態を知らないで、株を買い、株主となるのだろうか。有価証券報告書あるいは少なくとも会社四季報・会社年鑑あたりを（翻訳して）読めば簡単にわかることでしかない。さらに詳しく知るには、来日して（または在日エージェントを使って）店舗を見学すればわかることである。巨大年金基金は、会社の財務諸表分析だけで、会社を調査しないで株主になることがある（らしい）ことがこの一例でわかる。青山商事が一時期、つぎつぎ新店舗を開店し、売れ残り品を開店記念セールの形で大安売りしていたこと、このことが日本国内で同社の行動を危険視し、評価を下げる原因になっていたことも、このていでは、もちろん知るよしもないであろう^{(注52)(注53)}。

（注51）「旬刊商事法務」No.1350－1994.3.25. p40. 海外情報「米国カルパースの日本代表部設置の動き」——署名「(柚)」

（注52）たとえば、週刊ダイヤモンド1994.12.3号 24～27ページ「価格破壊の曲がり角（1）岐路に立つ価格破壊の先駆者 立ちはだかるローコストの壁」執筆者 小出康成

（注53）なお、上記の記事の続報を要約で紹介する。——「旬刊商事法務」No.1357－1994.6.15. 50ページ——署名（電熱）

カルパースはその後、日本代表部の設置をとりやめた。

理由1. カルパースの日本代表部設置のニュースは、日本企業に「拒否反応」を起こさせ、かえってカルパースと投資先日本企業との直接対話の道を閉ざす結果となった。

理由2. カルパースの代表部を引き受ける適当な日本側の組織が見つからない。カルパースの代理人となることは、日本企業から見ると総会屋の代理人であるかのような誤解を生ずる。したがって、まともな組織が代理人を引き受けるというリスクを冒すことはない。

上記が単に一回限りの偶発的な失敗であれば、とくに論ずるに足りないが、前出のミルスタインの言（39ページ）と重ね合わせると、あるいはアメリカの機関投資家の一般的な投資行動を示すもの、つまり投資の対象となりうる広範な種類の企業を精査し事業内容を把握することは困難で、大規模な機関投資家といえども実行しがたいことであるから、財務諸表に現れた業績のみに注目して行動することを示すものかもしれない。とすれば、進んで投資先企業の活動をそれぞれに指導することはさらに不可能となるであろう。

これから見れば、機関投資家が投資家に止まることができないうえ、企業統治に深入りし、企業指導へのコミットメントを進めるとすれば、それは結局、投資先を絞り込んで、持株会社ないしコンツェルンに発展する道を歩むしかないとも見られる。ところが、年金基金などの機能・任務は受益者の資産の安全な利殖であることから見れば、危険分散のための持株の分散が不可避である。多数の企業に分散持株を進めつつ統治をおこなうことは、以下4つの問題を生ずる。

（1）一機関投資家が一産業に属するいくつかの会社の株主として各社の企業統治に当たるとすれば、投資先会社間の事業上の協調が有利なばあい、どのような態度をとるべきか。無統制な競争は機関投資家の利益を減じないか。逆に、協調は公正な競争を阻害しないか。これらが難問である。

（2）持株を分散すれば、機関投資家の持株比率は事業株主としては低率に止まる。したがって、重要な案件については他の大株主との折衝・協定が必要で、企業指導への介入には時間と手数を要し、ときには不徹底となる。

（3）同じく、持株比率が低いため、他に有力な株主が出現すると、支配者の地位から比較的容易に駆逐される。したがって、その地位は不安定である。

（4）会社側、具体的には経営者・幹部従業員から見れば、機関投資家はどこまでも投資先会社を投資対象と見、やむをえず企業統治を行うに過ぎない。したがって機関投資家は有利な機会があり、かつ必要とあれば、持株を売却して企業から撤退する。（3）、（4）をあわせ考えれば、会社と機関投資家との間に安定した信頼関係を結び難い。したがって、機関投資家が事業株主に転身することにも困難がある。

以上見てきたかぎり、このように高成長した年金基金は、そのあまりの巨大化のゆえに、機関「投資」家として袋小路に向かっていると結論するほかはない。ということは同時に、この種の機関投資家によって統治される大企業もまた、行く先の見えない状態にあることを意味しているわけである。

5.4 補論

上記の議論は、機関投資家の企業統治とは、大株主の企業指導への介入であり、それは機関投資家が巨大化し、持株の売却が不可能となったため、投資株主に止まることなく、その持株を利

用して事業株主的に企業活動全般を指導することになったこと、ならざるをえなくなったことを前提とする。しかし、これに反する解釈も存在する。たとえば、「コーポレート・ガバナンス革命」^(注54)の掲載論文の2編は、コーポレート・ガバナンスを単に大株主がその権益の擁護のため経営者に圧力をかけることと理解している。

筆者の一人、大楠泰治（シュローダー証券会社 東京支店長）によれば、「企業業績が低迷しているなど、株主にとって不都合な状況であれば、機関投資家は企業の経営状態をチェックする。そして問題の要因を分析したうえで改善案を提示したり、議決権を行使して、問題点の解決を迫ることになる。その要求を企業側が受け入れないか、問題解決の能力が企業にない場合は、機関投資家はその企業の株式を売却せざるをえない。

企業からすると、機関投資家が株式を売却することは株価に対する低下圧力となり、市場に警戒信号を発することになる。したがって、企業側としても、株主の提案を採用して経営を変えるのがよいのか、それとも無視もしくは拒絶して株式を売却されるのがよいのか、決断を迫られるのである。」また、「業績が悪いにもかかわらず株主の意見を取り入れない企業の株式を市場で売却するという、いわゆる“ウォール・ストリート（Wall Street）”ルールである。」^(注55)ともいう。

同じ趣旨の文章は、川北英隆（日本生命保険相互会社 資金証券部長）の論文にもある。その見出しには、「物言う目的と株式売却とは表裏一体」だとある^(注56)。

他方、同書に収録されたドラッカーの論文（この原文はほとんどそのまま、前掲「見えざる革命」（新版）「終章」に再掲されている。）によれば、中規模以上の年金基金は他の年金基金が株式を買い取るときに限って、その持株を売ることができる。ここまで巨大化した年金基金は、もはや投資家ではなくなっている^{(注57)(注58)(注59)(注60)}、という。同書の筆者、編集部とも、この見解の対立に注意を払っていないと見られる。

ここでまず、大楠、川北のいう「コーポレート・ガバナンス」がどんな内容と効果をもつかを検討しよう。

大楠、川北の意見に立つかぎり、コーポレート・ガバナンスとは、株主という利害関係者集団のなかの個々の機関大株主が投資先企業に対して要求を行い、圧力を行使すること、でしかない。

(注54) ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス編集部（編）「コーポレート・ガバナンス革命——企業年金の再構築」ダイヤモンド社 1998年

(注55) 同上331ページ 第1章「日本型コーポレート・ガバナンス構造の崩壊」（5～36ページ）（筆者——大楠泰治）

(注56) 同上70～71ページ 同書第2章「企業を甦らせるコーポレート・ガバナンス行動」（49～79ページ）（筆者——川北英隆）

(注57) 同上111～112ページ 同書第4章「年金基金による企業の所有と支配」（同書107～131ページ）——ドラッカー 小林 薫訳——所収

(注58) 原文——“*Reckoning with the Pension Fund Revolution.*” p.107 (Harvard Business Review, March-April, 1991, pp.106～114.)

(注59) 原文 Drucker: “*The Pension Fund Revolution.*” op. cit. pp.207～223.

(注60) [ドラッカー 前掲邦訳 252～274ページ]

ここでの圧力とは、投資先企業が株主の要求を容れないときは、持株を売却することである。売却の結果として、第一に新株発行が困難になり、第二に借入れも困難になり、第三に敵対的買収の危険が出てくることである^(注61)。

もし、機関投資家の主張が通った後に機関投資家が持株を売却したらどうなるか。主張が通らなかったら売却する。これはある。しかし逆は必ずしも成立しない。主張を通した後、株価が満足できるときに売らないといっていないし、いえるわけもない。主張を受け入れた会社（具体的には経営者）の立場はどうなるかの説明はない。「投資」家は、「最終的に投資した株式を売却して投資収益を確定することが要請される。」^(注62)のだから、この事態は十分に生じうる。ここではひっきょう、機関投資家は投資先企業から見て、短期的な不安定なパートナーであって、企業の長期的な命運とは無縁の存在であり、幹部従業員の長期的なコミットメントなどとも比較にならない。

つぎに、一般に企業の取引相手・利害関係者がそれぞれ企業活動の成果の自分への「わけまえ」の増加を欲求すること、少なくとも「わけまえ」に関心があることは、企業側ないし経営者にとって企業指導上、自明の前提でなければならない。経営者の一つの重要な任務が、これら利害関係者集団の相反する利己的関心・欲求を調整し、企業の存続繁栄に資するよう調和させることであることもまた、自明のことである。

たとえば、パートタイムやアルバイトの労働者は職務内容に比較して高い賃金を欲求し、できれば満足感・充実感をも欲求する。賃金や待遇に不満を与えれば、労働者は離散し、企業は労働力確保に不自由を感じる。また、企業の製品の消費者は、品質に比して安い価格で、できるだけいつでもまたどこでも製品が買えることを欲求する。この欲求を充足できない企業は、製品販売の不振が生ずる。いずれも、相手は欲求を声に出すとは限らないし、声が会社に届かないかもしれない。相手の欲求を無視する結果は企業の不利益となるが、逆に欲求の充足には代償がともなう。不利益と代償の間をいかに調整するかが、企業の意思決定に際して必要となる。企業活動上、このような例は他にいくらでもあげられる。なにも珍しいことではない。

株主が会社の業績向上（多分はさらにインカム・ゲインの形で株主への分配の増加）を望むことは上記の欲求の一つであり、なんら事新しく論ずべきことではない。この欲求は株主の心の中に止まってもよく、声として出て来る必要もない。その効果は必ず株式市場を通じて企業に現れる。一般的に会社の業績なり株主への待遇なりが株主の採算にあわなければ、株主は持株を売却し、その結果株価が下落するであろうこと、さらにその結果、新株発行に不利が生じ、また敵対的買収の危険が出ることは、資本主義下において公開株式会社の経営者にとってとうぜんに計算済みでなければならない。大株主である機関投資家が声を出して要求して初めて経営者が気

(注61) 「コーポレート・ガバナンス革命」前掲 33ページ。(筆者 大楠)

(注62) 同上 70ページ。(筆者 川北)

づくもの、いわれなければわからないものではないだろう。

個別大株主の要求を受けて初めて株主の必要に気づくのは、世界中で1940年体制の非資本主義的な資本供給方式に依存し切り、麻痺した日本の大企業だけだとすると、自明のことを論ずるのが「日本的コーポレート・ガバナンス論」の社会的意義なのかもしれない。これから、大株主の要求とは投資先企業にとってどういう意味をもつのかを改めて考えよう。大株主の要求とは、資本主義経済の一般原則を経営者に確認させることでしかないのか、あるいはそれ以上に大株主が個別に会社に要求を出すとしたら、その要求内容はなんだろうか。経営者にとってなにを意味するか。

まず、株主提案が企業にとってよいもの、企業の繁栄・成功をもたらすもの、企業の不振をばん回するものであれば、これを受け入れることは企業側（具体的には経営者、ばあいによって従業員集団も）にとっても好都合なはずで、これを拒否して株主と対立するのは愚策であり、実際にさほど行いはしないだろう。機関投資家が株主となる会社は大企業である。過去の成功があればこそ大企業となり、成功を続けるからこそ大企業に止まっていられる。その大企業の経営者・従業員が企業の成功や不振のばん回に鈍感であるわけがない。こう考えれば、株主と企業側が対立するのは、一つは意見の相違、他は分配問題しかありえない。

意見の相違が企業と投資家たる機関株主との間のものであれば、つまり特定の株主の提案が企業に容れられないばあい、その株主は持株を売り払ってその企業と絶縁するというのであれば、他の現在株主の中にあるいは潜在的に株主になりうる投資家層の中に、提案株主に同意見のものと提案株主に反対で企業側に同調するものと、双方が出るはずである。企業側の同調者がいる以上は株式の買い手がいるわけで、提案株主が持株を売りに出ても、株価の低下圧力は大きくならず、したがって株主提案を無視しても危険は小さい。

機関投資家が事業株主化すると、つまりどこまでも株主の意見に企業を服従させようとする、状況は変わる。機関投資家の持株比率は多くのばあい、数%であろう。だから複数の機関投資家が一社の中の大株主として併存することが多い。とすると、機関投資家間で（業績向上のための提案でも複数の選択肢の間で）意見の対立が起こりうる。（ここでは、一株主が差別的な優遇を要求してきたときのことは考えなくてもよい。それは非合法であるばかりでなく、これを拒否しても他の株主から支援がえられるから、会社にとって大きな不利にならない。）一般的抽象的に明りょうで、機関投資家間に対立のないことは実際に起こることはかえって少ないであろう。とすれば、具体的に企業行動をどのように指導するかの問題はいかに解決されるべきか。たとえば、経営者を退任させた後、後任の選定などはもっとも対立が起こりやすいはずである。あるいは、機関投資家が個別に会社に圧力をかけてきたら、経営者はどう対応すべきか。株主総会が大株主間の対立で混乱したら、どうなるか。（もっともこれと同じような困難は、アメリカの企業統治でも生じうることはある。）そのばあいの調整はだれの責任か。機関投資家側が調整してくれ

れば、問題はない。調整ができなくて困るのは会社側で、機関投資家は勝手な主張をしていれば済むかもしれない。会社側としては大株主に対する根回しが必要になるかもしれない。あるいは過去の大株主会の復活が必要になるのだろうか。この種のものは情報公開との矛盾、株主平等との矛盾が原因で公には否定されたはずである。

つぎに、企業活動の成果である利潤を、経営者（ときには従業員も）と株主の間でどう分配するかの対立がある（利潤の内部留保は株主の持ち分の増加だから、ここでは株主への分配と考える）。成長が過大であることも分配の問題の一種と扱っておく。企業成長が大きいと経営者・従業員の金銭的報酬や精神的満足は一般に大きくなるが、収穫逦減が起これば、資本の利得は小さくなる。そこそこの業績であれば、経営者・従業員の賃金・賞与は企業規模で決まるが、他方、株主のゲインは企業規模にかかわらず、業績に左右される。この対立の可能性は大きく、かつ企業が株主提案を拒絶すれば、株価の低下圧力になる。これについては高度成長の惰性をもった日本企業には、今後も生じやすい事態である。

株主対経営者の利潤分配問題に限定して機関投資家が経営者に圧力をかけるのであれば、問題は単純で、解決の方向は見えやすい。というのは前述したように、投資家の資力を創出するのは企業からの利潤分配であるが、投資家の投資を誘引するには平均利子率の利子を提供すれば足りる。つまり企業の利潤分配に関する投資家行動の法則的必然性は、出資額に対して市場利子率に等しい利潤の獲得である。他方前述したように、企業の利潤分配に関する経営者行動の法則的必然性は、みずからの生存に必要な報酬の確保である。機関投資家の企業統治が問題となるのは、事業株主が不在で投資株主・投機株主からなる企業であろうから、事業株主について論ずる必要はない。利潤率は通常、利子率よりも高いから、利潤が出資に対する利子率を超過する部分は、どのように分配しても両者の法則的な分配額に抵触するおそれはなく、単に主観的な欲望の充足についての対立である。株主一般は利益分配が多いことに賛成するであろうから、機関投資家が他の株主と連合して株主総会の多数を制するための費用・手数料がペイする見込みがあれば、経営者の敗北の可能性が大きい。これは今後生じうる事態である。

最後に、機関投資家の成長がアメリカの状態にまで進めば、あるいはアメリカの機関投資家が日本企業の大株主になる傾向がさらに進めば、ドロッカーが提起した問題に移らなければならない。ここで、機関投資家が経営者を押しのけて、あるいは経営者を従属させて、投資先企業的全権を掌握しようとするのが企業統治の最終目標だとしよう。そのときは、機関投資家側の要求——圧力の方向は、企業の利潤追求の活動全体に向かうことになり、それは企業活動の全分野に関する調整・統合を含む問題を機関投資家みずからが処理することに発展せざるをえない。機関投資家相互間の対立の解決はもちろん機関投資家の責任となる。企業活動の各部面の矛盾・対立とその調整・妥協、企業と広義の取引関係にある利害関係者（ステーク・ホルダー）のいっさいとの利害の調和などが、企業統治（コーポレート・ガバナンス）の任務の内容として、機関投資

家の活動に内部化されなければならない。企業の全活動を企業の存続繁栄の法則的必然性に則して、整合的に指導することが機関投資家の任務として課されるとすると、その遂行は事業の知識・経験・技能をもたない機関投資家の組織のすべてのメンバーの力をあわせても、その手に余る危険が大きい。

上掲書（ドラッカー論文を除いて）が理解する企業統治の内容と問題意識は、日本企業が資本主義企業の正常な状況に戻る段階、企業活動に株主の利害をいかに取り入れるかの段階にまでしか進んでいないといってよい。筆者、編集者らは、段階の相違そのものに注意を払わず、さらに進んだ段階で（つまりアメリカの年金基金があまりに巨大化したため）、これらの難問が新しく生ずることに気づいていないし、問題の存在に気づいていない以上、解決の方向も示していないといわなければならない。

上記は、企業統治の日本的理解の段階でも、どのような問題が真の問題として存在するかを考える手がかりと論じた。なお、最近刊行された書物でも、「日本型コーポレート・ガバナンス（久保利英明、鈴木忠雄、高梨智弘、酒井雷太（共著）日刊工業新聞社 1998）あたりは、日米の差を考察に加えている。

（終り）